

# 1 Ryzyko a pojęcie cykliczności, procykliczności i antycykliczności zjawisk sfery realnej i systemu finansowego gospodarki

---

## 1.1. Wprowadzenie

Rozdział ten ma charakter wprowadzający do problematyki poruszanej w rozprawie i dotyczy trzech zagadnień. Po pierwsze, prezentuje zjawisko procykliczności w dorobku ekonomii, z uwzględnieniem nurtów teoretycznych, które zdecydowanie różnią się między sobą. Po drugie, podejmuje próbę zdefiniowania zjawiska procykliczności systemu finansowego. I po trzecie, przedstawia związek między procyklicznością działalności bankowej oraz ryzykiem indywidualnego banku. Ze względu na to, że procykliczność sektora bankowego wynika ze zmian ryzyka zagregowanego w czasie, a samo ryzyko zagregowane jest efektem działalności indywidualnych banków, konieczne jest wskazanie tych obszarów zarządzania ryzykiem, które są istotne z perspektywy procykliczności. W rozdziale zatem przedstawiona zostanie koncepcja dotycząca roli ryzyka indywidualnego banku w występowaniu procykliczności jego działalności oraz wskazane zostaną czynniki, które na tę procykliczność mogą oddziaływać. Ze względu na to, że ryzyko niestabilności finansowej ma charakter endogeniczny, a więc jest efektem działań indywidualnych banków, zaproponowany również zostanie schemat rozumowania uzasadniający endogeniczne spojrzenie na ryzyko systemowe.

Poza wprowadzeniem rozdział składa się z pięciu podrozdziałów, spośród których jeden porusza kwestię definicji zjawiska procykliczności w ekonomii (1.2), drugi wyjaśnia zjawisko wahań koniunktury (1.3), następny doty-

czy zjawiska procykliczności systemu finansowego (1.4), natomiast w kolejnym (1.5) zajęto się problemem związku między procyklicznością działalności bankowej i ryzykiem bankowym, przedstawiając tok rozumowania przyjęty w całej rozprawie, który zostanie rozwinięty w następnych rozdziałach. Ostatni podrozdział (1.6) zawiera główne wnioski płynące z analizy.

## 1.2. Definicje zjawiska cyklu koniunkturalnego, procykliczności, antycykliczności i acykliczności w ekonomii

Gospodarki krajów odnotowują zmiany w stopach wzrostu agregatów makroekonomicznych. Takie fluktuacje czy też wahania tych agregatów są stałym elementem życia gospodarczego. Zwyczajowo zjawisko wahań agregatów ekonomicznych, zwłaszcza agregatu produkcji, nazywane jest cyklem koniunkturalnym. W odniesieniu do tego pojęcia doprecyzowania wymaga słowo „koniunktura”, które jest wieloznaczne. W języku potocznym oznacza ono pewien korzystny splot zdarzeń, natomiast w odniesieniu do zjawisk zachodzących w życiu gospodarczym koniunktura to kształtujący się na korzystnym poziomie całokształt wskaźników życia gospodarczego, obejmujących m.in. produkcję, zatrudnienie, inwestycje [Lubiński, 2004, s. 11]. W obu tych znaczeniach termin ten ma własności wartościujące, a zatem oznacza zestaw uwarunkowań zewnętrznych, mających pozytywny wpływ np. na sytuację pojedynczego człowieka czy też na całą sytuację gospodarczą kraju. W naukach ekonomicznych termin „koniunktura” używany jest w odniesieniu do charakterystycznego w życiu gospodarczym zjawiska, którym są cykle koniunkturalne, i oznacza miejsce zajmowane przez gospodarkę na ścieżce cyklicznego rozwoju [Lubiński, 2004, s. 11].

Mimo że cykle koniunkturalne są przedmiotem zainteresowania badaczy od wielu lat, nie doczekały się jednej definicji. Z perspektywy współczesnej klasycznej ujęcie tego zjawiska zaproponowali A.F. Burns i W.C. Mitchell<sup>1</sup>. Według

---

<sup>1</sup> W oryginale w języku angielskim definicja ta brzmi: „Business cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprises: a cycle consists of expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle; this sequence of changes is recurrent but not periodic; in duration, business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar characteristics with amplitudes approximating their own” [Burns, Mitchell, 1946, s. 3].

ich definicji cykle koniunkturalne są rodzajem wahań występujących w agregatach mierzących działalność gospodarczą narodów, które organizują swoją pracę głównie w przedsiębiorstwach. Pojedynczy cykl składa się z okresu ekspansji występującej mniej więcej w tym samym czasie w wielu dziedzinach aktywności gospodarczej, po którym następuje porównywalnie powszechna recesja, zastój oraz ożywienie, łączące się z fazą ekspansji cyklu następnego. Nastęstwo poszczególnych faz cyklu koniunkturalnego jest własnością powtarzającą się, ale nie okresową<sup>2</sup>. Według Burnsa i Mitchella okres trwania cyklu jest nie krótszy niż rok i zazwyczaj nie przekracza dziesięciu, maksymalnie dwunastu lat. Cyklu nie można podzielić na krótsze okresy o takich samych charakterystykach jak cykl i jego fazy<sup>3</sup>.

Według Burnsa cykle koniunkturalne nie są jedynie wahaniami występującymi w agregatach makroekonomicznych. To, co odróżnia je od przypadkowych czy też sezonowych wahań mających miejsce w działalności przedsiębiorstw, to ich powszechność w całej gospodarce, a więc w przemyśle, usługach i sferze finansów. Dalsza część wypowiedzi Burnsa odnosi się wprawdzie do gospodarek Zachodu (Stanów Zjednoczonych lat pięćdziesiątych poprzedniego stulecia), ale jest aktualna również dziś, dlatego też warto do niej nawiązać. Przede wszystkim Burns i Mitchell wskazują, że gospodarka jest systemem ściśle powiązanych ze sobą elementów. Aby zrozumieć cykle koniunkturalne, konieczne jest opanowanie tego, jak działa system gospodarczy, który jest zorganizowany jako sieć wolnych przedsiębiorstw dążących do osiągnięcia zysków. Tak więc to, jak powstają cykle koniunkturalne, jest nieodłącznie związane z tym, jak funkcjonuje gospodarka kapitalistyczna [Burns, 1951, s. 1].

Zawarte w definicji Burnsa i Mitchella sformułowanie, że poszczególne okresy cyklu występują „mniej więcej w tym samym czasie” w wielu sferach działalności gospodarczej, dopuszcza możliwość wyprzedzania lub opóźniania się zmiennych mierzących aktywność gospodarczą w wielu dziedzinach w odniesieniu do najważniejszego miernika makroekonomicznego, jakim jest produkt krajowy brutto.

---

<sup>2</sup> Autorzy mają tutaj na myśli zjawisko powtarzalności występowania poszczególnych faz w określonym układzie – tj. ekspansja, recesja, depresja i ożywienie – a nie stałą regularność występowania poszczególnych faz w czasie.

<sup>3</sup> Ze względu na to, że definicja Burnsa i Mitchella zawiera zwroty niejednoznaczne (np. w określeniu „okres ekspansji występujący mniej więcej w tym samym czasie w wielu dziedzinach aktywności gospodarczej” występują dwa takie zwroty: „mniej więcej w tym samym czasie” i „w wielu dziedzinach aktywności gospodarczej”), w ich opracowaniu można znaleźć gruntowne wyjaśnienie tego, co należy rozumieć poprzez te zwroty [Burns, Mitchell, 1946, s. 5–8].

Tymczasem M. Lubiński wskazuje, że we współczesnych warunkach definicja cyklu koniunkturalnego odnosić się powinna do wzrostu gospodarczego i można ją wyrazić jako wahania tempa wzrostu występujące w działalności gospodarczej<sup>4</sup>. W tych wahaniami wyodrębnić można okresy relatywnie wysokiej stopy wzrostu, która występuje w wielu sferach działalności gospodarczej, oraz następujące po nich równie powszechne okresy relatywnie niskiej stopy wzrostu, poprzedzające fazy wysokiej stopy wzrostu cyklu następnego.

Cykle koniunkturalne wyznaczane są na podstawie kwartalnych obserwacji obrazujących zmiany realnego tempa wzrostu gospodarczego. Jednakże to nie tylko realne tempo wzrostu PKB podlega wahaniami w czasie, co zresztą wynika z przytoczonej definicji Burnsa i Mitchella. Zmianom w tempie wzrostu PKB towarzyszą bowiem zmiany w wydatkach sektora prywatnego (konsumpcji, inwestycji i importu), cenach aktywów finansowych, realnej podaży pieniądza, realnej stopie procentowej, inflacji i stopie bezrobocia. Przy czym zmiany tych mierników aktywności gospodarczej nie są ze sobą zsynchronizowane – część z nich wyprzedza zmiany PKB, część występuje po nich, a część w tym samym momencie. Oprócz tego jedne zmienne mogą podlegać wahaniami przebiegającym w tym samym kierunku co PKB, inne w kierunku przeciwnym, a jeszcze inne nie ulegać zmianom przy fluktuacjach PKB (wydatki sektora publicznego, zwłaszcza rządowego).

Zmienne ekonomiczne, których wartości zmieniają się w tym samym kierunku co PKB określane są jako procykliczne i zalicza się do nich wydatki prywatne, czyli konsumpcję, inwestycje i import. Wśród zmiennych finansowych do tej grupy zaliczyć należy np. realne tempo wzrostu kredytów czy indeksy cen na rynku nieruchomości. Tymczasem te zmienne, których wartości podlegają zmianom w kierunku przeciwnym niż zmiany PKB, uznawane są za antycykliczne (np. stopa bezrobocia).

### 1.3. Teorie wyjaśniające zjawisko wahań koniunktury

Teorie zajmujące się wyjaśnianiem cyklicznych wahań koniunktury są niełatwe do usystematyzowania, co wynika głównie z ich mnogości i znacznego zróżnicowania. Zauważyć należy, że ze zmianami aktywności gospodarczej wiąże

---

<sup>4</sup> Lubiński wymienia również definicje cyklu koniunkturalnego innych autorów [Lubiński, 2004, s. 11–12].

się wiele procesów, a tylko niektóre z nich można uznać za pierwotne źródło cykliczności. W szczególności czynniki oddziałujące na gospodarkę są bardzo złożone i jest ich bardzo wiele. Dlatego też w praktyce kłopotliwe jest odróżnienie mechanizmu powstawania i rozprzestrzeniania wahań cyklicznych koniunktury [Lubiński, 2004, s. 78].

Zasadniczo można wyodrębnić dwa podstawowe nurty w literaturze przedmiotu, patrząc na kryterium źródła powstawania wahań cyklicznych. Jeden z nich obejmuje tzw. endogeniczne teorie cyklu koniunkturalnego, w których powtarzające się zmiany w zjawiskach gospodarczych są konstytutywną cechą systemu ekonomicznego, tymczasem drugi traktuje system ekonomiczny jako z natury stabilny, a więc zawsze zmierzający do równowagi, zaś wszelkie zakłócenia w funkcjonowaniu tego systemu uznaje za czynniki zewnętrzne. Reprezentuje on egzogeniczne teorie cyklu koniunkturalnego.

### 1.3.1. Endogeniczne teorie cyklu koniunkturalnego

Endogeniczne teorie cyklu koniunkturalnego pojawiły się w literaturze ekonomicznej w reakcji na Wielką Depresję przełomu lat dwudziestych i trzydziestych poprzedniego stulecia. Wprawdzie za prekursora tych koncepcji uznawany jest powszechnie J.M. Keynes, który w *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* z 1936 roku podkreślał, że podstawowe wyjaśnienie kryzysu w wielu gospodarkach na świecie w tym okresie stanowił nieodpowiedni popyt globalny, jednakże zauważyć należy, że już w roku 1933 M. Kalecki jako pierwszy zaproponował teorię cyklu koniunkturalnego wskazującą na popytowe czynniki jako źródło wahań koniunktury [Chapple, 1993; Trigg, 1994]. Na trzy lata przed pojawieniem się *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* Kalecki opublikował *Próbę teorii koniunktury* [Kalecki, 1933], w której zajął się problemem wpływu popytu globalnego na rozmiary i strukturę dochodu narodowego, wskazując na decydującą rolę inwestycji. Ówczesne prace Kaleckiego publikowane były w języku polskim lub francuskim i z tego powodu pozostały praktycznie niezauważone.

Keynes sądził, że błędne jest dogmatyczne podejście ekonomii klasycznej, zgodnie z którym gospodarka ma skłonność do pełnego wykorzystania czynników produkcji, a to dlatego, że podaż tworzy swój własny popyt. Wprawdzie Keynes nie odrzucał całkowicie znaczenia czynników podażowych określających produkcję potencjalną, ale uważał, że bieżąca produkcja i wykorzystanie

czynników produkcyjnych uzależnione są od poziomu zagregowanego popytu. Dlatego też jego zdaniem w celu ustabilizowania gospodarki, szczególnie w okresie recesji, konieczne jest zastosowanie podejścia popytowego. Podejście to polegać miało na zwiększeniu popytu, co w efekcie miało przyspieszyć tempo wzrostu gospodarczego i zlikwidować bezrobocie. Stabilny rozwój gospodarczy może być osiągnięty za sprawą odpowiedniej polityki gospodarczej – zarówno fiskalnej, jak i pieniężnej – która zmierza do pobudzenia wzrostu globalnych wydatków wówczas, gdy jest to uzasadnione pogarszającymi się uwarunkowaniami makroekonomicznymi.

Koncepcja Keynesa została zaaplikowana na gruncie tzw. ekonomii głównego nurtu, a więc takiej, która przewija się w podstawowych podręcznikach akademickich i w polityce gospodarczej za sprawą prac innych ekonomistów, które pojawiły się pod koniec lat trzydziestych i w latach czterdziestych poprzedniego stulecia. Opracowania te łączyły podstawowe założenia teorii neoklasycznej z teorią Keynesa, stanowiące podwaliny teorii neokeynesowskiej [Minsky, 1986, s. 139–156]. Wśród opracowań tych wskazać należy artykuł J. Hicksa [Hicks, 1937], w którym zaproponowano model znany w podręcznikach do makroekonomii jako IS–LM [Burda, Wyplosz, 2000, s. 312–314]. Do prac w tym obszarze zaliczyć należy również dzieła P.A. Samuelsona, zwłaszcza jego książkę *Ekonomia* z 1948 roku, która była wielokrotnie wznawiana i została przetłumaczona na ponad czterdzieści języków, stając się jednym z głównych narzędzi dydaktycznych na wyższych uczelniach.

Neokeynesistowskie ujęcie zjawisk zachodzących w gospodarce, mimo ogromnej popularności, spotkało się z krytyką zwolenników wizji gospodarki zaproponowanej w oryginalnym dziele Keynesa z 1936 roku, zwłaszcza amerykańskiego ekonomisty H. Minsky’ego. Krytyka ta wynikała z faktu, że w zmatematyzowanym ujęciu koncepcji Keynesa występującym w modelach IS–LM zignorowano wiele sformułowanych przez niego założeń, zwłaszcza co do roli pośredników finansowych w kapitalistycznym modelu rynku, w tym w finansowaniu inwestycji [Minsky, 1986, s. 146]. Zanim jednak przejdziemy do prezentacji koncepcji Minsky’ego, krótkiej charakterystyki wymaga koncepcja cyklu koniunkturalnego Kaleckiego, która, obok teorii Keynesa, stanowiła dla Minsky’ego źródło inspiracji dla stworzenia teorii niestabilności finansowej.

### Koncepcja cyklu koniunkturalnego Michała Kaleckiego

Problematyka cyklu koniunkturalnego była jednym z najważniejszych zagadnień badawczych nurtujących Kaleckiego. Już w opracowaniach opublikowanych w latach trzydziestych wskazywał on na endogeniczne źródła wahań cyklicznych gospodarki, twierdząc, że wynikają one z tego, iż inwestycje (przedsiębiorstw) nie tylko są „produkowane” (przez przedsiębiorstwa), ale też same „produkują” (efekty działalności przedsiębiorstwa) [Kalecki, 1937, za: Javidanrad, 2011, s. 14]. Z jednej strony bowiem inwestycje traktowane jako wydatek kapitalisty są źródłem zysków i każdy wydatek poniesiony na inwestycje poprawia wyniki przedsiębiorstwa oraz stymuluje dalsze wydatki na nowe inwestycje. Z drugiej zaś strony inwestycje powiększają kapitał (majątek) trwałe przedsiębiorstwa, a to wiąże się z koniecznością dokonywania odpisów amortyzacyjnych i obniża możliwości produkcyjne przedsiębiorstwa.

W *Teorii dynamiki gospodarczej* wydanej w roku 1954 Kalecki zawarł spójną koncepcję cyklu koniunkturalnego [Kalecki, 1954]<sup>5</sup>. W celu wyjaśnienia przyczyn wahań cyklicznych gospodarki opracował on trzy równania, a mianowicie równanie zysków po opodatkowaniu  $P_t$  (wzór 1.1), równanie produktu brutto  $O_t$  (wzór 1.2) i równanie określające inwestycje  $I$  (wzór 1.3):

$$P_t = \frac{I_{t-\omega} + A}{1 - q} \quad (1.1)$$

$$O_t = \frac{P_t + B'}{1 - \alpha'} + E \quad (1.2)$$

$$I_{t+\theta} = \frac{a}{1 + c} I_t + b' \frac{\Delta P_t}{\Delta t} + e \frac{\Delta O_t}{\Delta t} + d'. \quad (1.3)$$

Ze wzoru 1.1 wynika, że zyski po opodatkowaniu w okresie  $t$  są uzależnione od inwestycji  $I$  we wcześniejszym okresie  $t - \omega$  oraz od wysokości stałej części konsumpcji  $A$ , gdzie ponadto  $q$  oznacza konsumowaną część przyrostu zysków [Kalecki, 1954, s. 62, 138].

Tymczasem równanie 1.2 pokazuje, że produkt brutto sektora prywatnego  $O_t$  zależy od wysokości zysków po opodatkowaniu  $P_t$ . Równanie odzwierciedla ponadto czynniki określające podział dochodu narodowego (stałą część wynagrodzeń  $B'$  i zmienną część wynagrodzeń  $\alpha'$ , obie uzależnione od wpływu

<sup>5</sup> Wartościową aplikację koncepcji Kaleckiego do realiów polskiej gospodarki znaleźć można w opracowaniu [Barczyk, 2009].

systemu opodatkowania na poziom zysków) oraz podatki pośrednie  $E$  [Kalecki, 1954, s. 79, 138].

Natomiast równanie inwestycji (wzór 1.3) pokazuje, że przyszły poziom inwestycji  $I$  w okresie  $t + \theta$  zależy od poziomu inwestycji w okresie  $t$  i stopy zmian zysków oraz stopy zmian produktu brutto w okresie  $t$  [Kalecki, 1954, s. 124, 139]. Współczynnik  $a$  oznacza stopę wzrostu decyzji inwestycyjnych przy wzroście inwestycji (a przy założeniu równości między inwestycjami i oszczędnościami również wzroście oszczędności) bieżących i przyjmuje wartości większe od 0. Współczynnik  $c$  zaś oznacza stopę zmian zasobu urządzeń kapitałowych i również jest większy od 0, a współczynniki  $b'$  i  $e$  oznaczają współczynniki określające zależność między przyszłym poziomem inwestycji w okresie  $t + \theta$  oraz, odpowiednio, stopą zmian zysków w okresie  $t$  i stopą zmian produktu brutto w okresie  $t$ . Współczynnik  $d'$  określa poziom postępu technicznego, który w krótkim okresie jest stały, a w długim ulega zmianom długofalowym.

Zauważyć należy, że opisane równania są ze sobą wzajemnie powiązane. Po dokonaniu odpowiednich przekształceń wzorów 1.1 i 1.2 oraz przy założeniu ściślej stałości parametrów  $A$ ,  $B'$  i  $E$  poziom inwestycji w okresie  $t + \theta$  może być zaprezentowany jako funkcja inwestycji bieżących oraz stopy zmian inwestycji w okresie  $t - \omega$  [Kalecki, 1954, s. 140–141]. W celu określenia przyczyn wahań cyklicznych inwestycji Kalecki zmodyfikował równanie 1.3, uwzględniając w nim amortyzację istniejącego aparatu wytwórczego przedsiębiorstw. Ostateczne równanie, które zastosował do analizy mechanizmu powstawania cyklu koniunkturalnego, wyrazić można wzorem:

$$i_{t+\theta} = \frac{a}{1+c} i_t + \mu \frac{\Delta i_{t-\omega}}{\Delta t}, \quad (1.4)$$

gdzie:  $i_{t+\theta}$  oznacza odchylenie inwestycji  $I$  od amortyzacji w okresie  $t + \theta$ ;  $i_t$  – odchylenie inwestycji od amortyzacji w okresie  $t$ ; zaś  $\mu = \frac{1}{1-q} \left( b' + \frac{e}{1+\alpha'} \right)$ .

We wzorze 1.4 kluczowe znaczenie dla występowania cyklicznych zmian koniunktury ma fakt, iż współczynnik  $a/(1+c)$  jest mniejszy od 1 oraz że przyszłe wartości inwestycji skorygowane o przyszłą amortyzację zależą zawsze od wartości inwestycji skorygowanych o amortyzację w okresie bieżącym oraz od wartości inwestycji skorygowanych o amortyzację w okresie przeszłym [Kalecki, 1954, s. 144–147]. W zależności od tego, jak kształtują się wartości poszczególnych zmiennych objaśniających poziom inwestycji przyszłych, mamy do czynienia z ożywieniem, boomem, spowolnieniem bądź recesją w gospodarce.

Wahaniom w poziomie inwestycji opisanym przy użyciu równania 1.4 towarzyszyć będą wahania dochodów (i zysków), produkcji i zatrudnienia [Kalecki, 1954, s. 144].

Odnosząc się do koncepcji cyklu koniunkturalnego autorstwa Kaleckiego, warto zwrócić uwagę na to, że podkreśla on znaczenie kapitału własnego przedsiębiorstwa dla jego ekspansji i podejmowanych decyzji inwestycyjnych [Kalecki, 1954, s. 104–109]. Wskazuje mianowicie, że: „ekspansja przedsiębiorstwa zależy od akumulowania przez nie kapitału z bieżących zysków. Pozwala to przedsiębiorstwu podejmować nowe inwestycje bez narażania się na przeszkody wynikające z ograniczenia rynku kapitałowego lub z «rosnącego ryzyka»<sup>6</sup>. Oszczędności z bieżących zysków mogą być nie tylko bezpośrednio inwestowane w przedsiębiorstwie, ale ten wzrost kapitału przedsiębiorstwa umożliwia ponadto zaciąganie nowych pożyczek”. Tak ujęte pojęcie kapitałów własnych wymaga jednak pewnego doprecyzowania. Wydaje się, że Kalecki mówiąc o kapitałach własnych przedsiębiorstwa, miał na myśli kategorię finansową szerszą niż tylko tzw. kapitał właścicielski, np. kapitał akcyjny [Górski, 2013, s. 29]. W jego ujęciu jest to wewnątrznie zakumulowany przez przedsiębiorstwo kapitał, pochodzący głównie z zysków zatrzymanych [Kalecki, 1954, s. 111]. Ten rodzaj kapitału określa Kalecki jako oszczędności brutto przedsiębiorstwa. Jego zdaniem rozszerzają one granice, jakie zakreśla planom inwestycyjnym ograniczony rynek kapitałowy i rosące ryzyko inwestycji. Odnosząc się do współczesnej teorii przedsiębiorstwa, kapitał ten – czy też, jak określa go Kalecki, oszczędności brutto – to tzw. środki własne (ang. *internal finance*), które są najtańszym źródłem finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa [Myers, 1984; Fazzari i in., 1988; Myers, Majluf, 1984; Bernanke i in., 1996].

### Koncepcja niestabilności finansowej Hymana Minsky'ego

Idee Keynesa i Kaleckiego, zwłaszcza te dotyczące wahań cyklicznych gospodarki, rozwijał amerykański badacz Hyman Minsky. Podobnie jak jego poprzednicy uważał, że inwestycje wyznaczają ścieżkę, po której przemieszcza się gospodarka kapitalistyczna. W takim ujęciu rola wydatków rządowych, wy-

---

<sup>6</sup> Kalecki ma na myśli ryzyko powodzenia inwestycji. Przy podejmowaniu dużych inwestycji wysokie kapitały własne chronią przedsiębiorstwo przed całkowitą utratą dochodów. Część zatrzymanych zysków przedsiębiorstwo przeznaczyć może na inne rodzaje aktywów, np. zakup pierwszorzędnych obligacji.

datków na konsumpcję oraz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw jest drugorzędna [Minsky, 1986, s. 191]. Wprawdzie zmiany w poziomie wynagrodzeń oraz zmiany w polityce wydatkowania środków przez rząd mogą wzmacniać i pogarszać niestabilność gospodarki (ang. *economic instability*), jednak fundamentalne cykliczne własności gospodarki kapitalistycznej są determinowane przez relacje między zyskami, cenami aktywów kapitałowych (ang. *capital assets*)<sup>7</sup>, uwarunkowaniami na rynku finansowym oraz inwestycjami. Dlatego też polityka gospodarcza państwa może oddziaływać na wrażliwość gospodarki na niestabilność, wpływając przede wszystkim na proces inwestycyjny, ale również na wynagrodzenia i budżet państwa. Oddziałując na tę wrażliwość, polityka gospodarcza państwa nie może jednak całkowicie wyeliminować niestabilności.

Minsky wyraził hipotezę niestabilności finansowej przy użyciu dwóch założeń [Minsky, 1986, s. 194], a mianowicie:

- ▶ mechanizm rynkowy właściwy dla gospodarki kapitalistycznej nie może doprowadzić do równowagi rynkowej cechującej się trwałością, stabilnymi cenami oraz pełnym zatrudnieniem,

- ▶ poważne cykle koniunkturalne są następstwem atrybutów finansowych właściwych dla gospodarki kapitalistycznej.

Aby dobrze zrozumieć koncepcję Minsky'ego, wyjaśnić należy pojęcia, którymi posługuje się on w przedstawionej hipotezie niestabilności finansowej. Przede wszystkim specyfiką gospodarki kapitalistycznej jest według niego prywatna własność środków produkcji (aktywów kapitałowych), co oznacza, że różnica między przychodami, do których osiągnięcia są niezbędne środki produkcji, i kosztami pracy staje się dochodem właściciela aktywów kapitałowych. Te aktywa kapitałowe zarówno mogą być przedmiotem sprzedaży, jak i stanowić zabezpieczenie dla realizacji nowych umów przez przedsiębiorstwa. Co więcej, instrumenty finansowe (zwane też przez Minsky'ego zamiennie aktywami finansowymi) powstające w drodze uznawania środków produkcji lub też przyszłych dochodów przedsiębiorstw jako zabezpieczenie mogą być sprzedawane na rynkach finansowych, a zatem mają swoje ceny, te zaś są ustalane na rynkach. Jak podkreśla Minsky, odnosząc się w tej kwestii do Keynesa<sup>8</sup>, zarówno środek produkcji będący składnikiem aktywów kapitałowych, jak i in-

---

<sup>7</sup> Pod pojęciem aktywów kapitałowych rozumieć należy te aktywa przedsiębiorstw, które uczestniczą w procesie produkcji.

<sup>8</sup> W tym ujęciu cen aktywów kapitałowych Minsky nawiązuje do rozdziału siedemnastego *Ogólnej teorii zatrudnienia, procentu i pieniądza* [Keynes, 1964, s. 222–244].

strument finansowy są do siebie podobne w tym sensie, że ich posiadacz może oczekiwać, iż będą generowały przepływy pieniężne w przyszłym okresie. Przepływy te, na skutek działania procesów zachodzących na rynku, podlegają zamianie (głównie poprzez proces wyceny, m.in. dyskontowania przepływów pieniężnych) na zestaw cen bieżących.

Aktywa kapitałowe w ujęciu Minsky'ego mogą być produkowane. Proces produkcji aktywów kapitałowych jest nazywany inwestycją. Cena, którą kupujący są skłonni zapłacić za inwestycje, jest uzależniona od dochodów, jakie zakupione aktywa kapitałowe powinny przynieść – Minsky nazywa ją ceną popytu na aktywa kapitałowe. Ceny aktywów kapitałowych i finansowych zależą od przepływów pieniężnych, jakie mogą przynieść w przyszłości, oraz od stopy procentowej, która w odniesieniu do każdej inwestycji uwzględniać powinna związane z nią ryzyko oraz niepewność. Ze względu na to, że zakupy dóbr kapitałowych pokrywane są nie tylko ze środków własnych, ale również ze środków zewnętrznych<sup>9</sup>, tj. są finansowane długiem, w celu wyznaczenia ceny za zakup aktywów kapitałowych inwestor powinien uwzględnić swoją zdolność do spełnienia warunków spłaty tego długu. Poziom długu, jaki zaciąga inwestor, w relacji do posiadanych środków własnych naraza bowiem kupującego inwestycje na ryzyko utraty wypłacalności, które nazywane jest przez Minsky'ego (za Keynesem) ryzykiem kredytobiorcy. Zdaniem Minsky'ego ryzyko to nie powoduje obciążenia inwestora dodatkowymi kosztami, ale jego poziom wpływa na cenę wyznaczoną przez popyt na aktywa kapitałowe [Minsky, 1986, s. 213]. Im wyższe ryzyko wypłacalności, tym niższa cena, jaką skłonny jest zapłacić inwestor za nabycie aktywów kapitałowych.

W koncepcji Minsky'ego w gospodarce kapitalistycznej oprócz zaprezentowanych cen popytu na aktywa kapitałowe występują ceny związane z bieżącą produkcją, czyli ceny podaży aktywów kapitałowych<sup>10</sup>. Bieżące ceny produkcji można w uproszczeniu przedstawić jako sumę kosztów (głównie wynagrodzeń związanych bezpośrednio z produkcją) i marży ustalonej na takim poziomie, aby przedsiębiorstwo osiągało zyski. Ten zestaw cen pokrywa ceny dóbr i usług konsumpcyjnych, ceny dóbr inwestycyjnych, a nawet ceny dóbr i usług nabywanych przez rząd. W przypadku dóbr inwestycyjnych ceny te obejmują koszty produkcji powiększone o marżę. Poziom marży zależy w tym przypadku nie

---

<sup>9</sup> Zagadnienie zewnętrznego finansowania inwestycji i problemy z tym związane prezentują np. [Myers, 1984; Fazzari i in., 1988; Myers, Majluf, 1984].

<sup>10</sup> Zagadnieniu cen bieżących produkcji, czy też cen podaży aktywów kapitałowych, Minsky poświęca rozdział siódmy swojej książki [Minsky, 1986, s. 157–190].

tylko od poziomu zysków, jakie przedsiębiorstwo zamierza osiągnąć w celu podejmowania nowych inwestycji (nabywania nowych aktywów kapitałowych), ale również od kosztów finansowania zewnętrznego powstałych na skutek zawierania w przeszłości umów prowadzących do powstania zobowiązań, dla których zabezpieczenie stanowiły aktywa kapitałowe (nabyte w przeszłości). Koszty finansowania zewnętrznego, obejmujące zarówno oprocentowanie, jak i inne opłaty, wpływają na cenę podaży aktywów kapitałowych: im są wyższe, tym wyższy jest poziom ceny podaży aktywów kapitałowych (bieżących cen produkcji).

Koszty finansowania zewnętrznego wyznaczone są przez banki i innych pośredników finansowych (gdy finansowanie zewnętrzne przyjmuje formę kredytu lub pożyczki) lub przez innych inwestorów na rynku finansowym (gdy finansowanie zewnętrzne przyjmuje formę obligacji lub kapitału akcyjnego). Koszty te są uzależnione od ryzyka kredytodawcy, związanego z udzielonym kredytem czy też nabytą obligacją. Odnosząc pojęcie ryzyka kredytodawcy do współczesnej nomenklatury, określimy je jako tzw. ryzyko kredytowe (m.in. banku), którego poziom może wpływać na wypłacalność (banku): im wyższy poziom tego ryzyka, tym wyższe koszty pozyskania finansowania zewnętrznego, a więc tym wyższa cena podaży aktywów inwestycyjnych [Minsky, 1986, s. 214].

Minsky podkreśla, że oba wymienione systemy cen – ceny popytu na aktywa kapitałowe i ceny podaży aktywów kapitałowych – są niezbędne dla wyjaśnienia istoty cykli koniunkturalnych występujących w gospodarce kapitalistycznej. Kiedy ceny popytu na aktywa kapitałowe są relatywnie wysokie w porównaniu z cenami podaży aktywów kapitałowych, w gospodarce występują warunki sprzyjające inwestycjom. Natomiast gdy ceny popytu na aktywa kapitałowe są niskie w porównaniu z cenami podaży aktywów kapitałowych, wówczas uwarunkowania nie są korzystne dla procesu inwestycyjnego i pojawia się recesja albo depresja w gospodarce [Minsky, 1986, s. 160].

Minsky wykazuje, że w gospodarce kapitalistycznej stan równowagi nie występuje. Wskazuje, że uwarunkowania ekonomiczne, w których mamy do czynienia z brakiem nagłych destrukcyjnych zmian, powinno się określać wprowadzonym przez J. Robinson pojęciem „okresu spokoju” (ang. *period of tranquility*) [Robinson, 1971]. Po tym okresie następuje zazwyczaj boom inwestycyjny, rosnąca inflacja, kryzys finansowy i pieniężny oraz deflacja długu.

Boom inwestycyjny jest tym okresem, w którym nastawione na wypracowanie zysków przedsiębiorstwa zwiększają udział finansowania zewnętrznego

nego inwestycji, z reguły zaciągając długi w bankach i na rynkach finansowych [Minsky, 1986, s. 199]. Zaciąganie długu w celu sfinansowania nowych inwestycji prowadzi do wzrostu cen aktywów ze względu na wzrost podaży pieniądza. Charakter wpływu podaży pieniądza i związanej z nią „wartości” płynności na ceny zakupu aktywów kapitałowych zależy od oczekiwań co do przyszłej dostępności gotówki i możliwości upadłości przedsiębiorstw. Gdy oczekiwania te są optymistyczne (gotówka będzie łatwo dostępna i brak widoków na upadłość), wówczas wzrostowi podaży pieniądza towarzyszy wzrost cen zakupu aktywów kapitałowych, w przeciwnym przypadku wzrost podaży pieniądza nie powoduje wzrostu cen zakupu aktywów kapitałowych. Wtedy to mamy do czynienia z klasyczną pułapką płynności Keynesa. W takich warunkach, ze względu na to, że ceny popytu na aktywa kapitałowe są niższe niż ceny podaży aktywów kapitałowych, nowe inwestycje nie są podejmowane i konieczne jest zwiększenie przez rząd deficytu, który zwiększa zyski przedsiębiorstw i zachęca do nowych inwestycji [Minsky, 1986, s. 165–167]. Podkreślić warto, że Minsky, podobnie jak Keynes, uważał, że pieniądz jest kreowany przez banki w procesie kredytowania inwestycji. Jak wskazuje, „podaż pieniądza jest determinowana wewnątrz gospodarki, ponieważ zmiany w podaży pieniądza odzwierciedlają oczekiwania co do poziomu zysków ze strony przedsiębiorstw oraz oczekiwania bankierów co do uwarunkowań koniunkturalnych” [Minsky, 1986, s. 131].

Zdaniem Minsky’ego w okresie boomu inwestycyjnego ze względu na rosnący optymizm zarówno inwestorów, jak i pośredników finansowych (w tym banków) następują zmiany w strukturze finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa, a także zmiany w strukturze sektora finansowego. Przede wszystkim rośnie w przedsiębiorstwach udział finansowania zewnętrznego, a w sektorze finansowym zaczynają dominować pośrednicy finansowi mający skłonność do spekulacji (mogą być to również banki, które zwiększają kwoty kredytów w relacji do zaangażowanego kapitału) [Minsky, 1986, s. 230–238; Minsky, 1992]. Minsky wymienia trzy podstawowe typy form pośrednictwa: całkowicie zabezpieczone (ang. *hedge-financing units*), spekulanci (ang. *speculative-financing units*) oraz piramidy finansowe (ang. *Ponzi scheme*). W gospodarce kapitalistycznej praktycznie nie występują tzw. całkowicie zabezpieczone formy pośrednictwa finansowego, dominują zaś przede wszystkim podmioty skłonne do spekulacji, wśród których za prototypy Minsky uznaje banki komercyjne [Minsky, 1986, s. 231]. Takie formy pośrednictwa finansowego są wysoko lewarowane i cechują się wrażliwością na zmiany uwarunkowań zewnętrznych,

w szczególności na zmiany stóp procentowych. Wzrost stóp procentowych powoduje w ich przypadku wzrost obciążeń wynikających z zaciągniętych wcześniej długów i pogarsza ich wypłacalność.

Podsumowując hipotezę niestabilności finansowej Minsky'ego, można stwierdzić, że banki i rynki finansowe stają się endogenicznym destabilizatorem gospodarki kapitalistycznej. Bez nich gospodarka kapitalistyczna nie może jednak sprawnie funkcjonować, ponieważ elastyczność finansów i ich reaktywność na potrzeby biznesu są niezbędne dla istnienia dynamicznego kapitalizmu [Minsky, 1986, s. 278]. Dlatego też potrzebna jest aktywna polityka gospodarcza rządu, która będzie zmniejszać negatywne skutki wrodzonej niestabilności finansowej gospodarki kapitalistycznej.

### 1.3.2. Egzogeniczne teorie cyklu koniunkturalnego

Egzogeniczne wyjaśnienie zjawiska cykliczności gospodarki jest głęboko osadzone w klasycznej (a współcześnie neoklasycznej) szkole ekonomii. Przyjęcie klasycznego sposobu widzenia wahań koniunktury wiąże się bezpośrednio z postrzeganiem gospodarki jako systemu samostabilizującego się i przekłada się na praktyczne zalecenia co do polityki gospodarczej państwa. Przede wszystkim zaleca się, aby państwo w jak najmniejszym zakresie ingerowało w funkcjonowanie systemu gospodarczego, ponieważ wszelkie interwencje (np. regulacje) są źródłem powstawania zaburzeń w harmonijnej ścieżce wzrostu gospodarczego<sup>11</sup>. Zwolennicy egzogenicznych wyjaśnień cyklu postrzegają więc wahania koniunkturalne jako odchylenia od ścieżki długookresowego wzrostu. W praktyce takie postrzeganie zjawiska cyklu koniunkturalnego przekłada się na wyodrębnianie w agregatach makroekonomicznych, a przede wszystkim zagregowanej mierze produkcji, jaką jest realny poziom PKB, trendu (jako ścieżki długookresowego wzrostu) i fluktuacji (jako odchylenia od ścieżki długookresowego wzrostu).

W egzogenicznych wyjaśnieniach cyklu koniunkturalnego wyodrębnić można co najmniej dwa nurty: teorię cyklu politycznego i teorię zrównoważonego cyklu koniunkturalnego, obejmującą dwie kolejne grupy teorii, a mianowicie monetarystyczną koncepcję dochodu nominalnego i teorię realnego cyklu ko-

---

<sup>11</sup> W grupie przedstawicieli tych teorii są również tacy, którzy uważają, że ograniczona interwencja sektora publicznego może być pomocna w zmniejszeniu skali wahań cyklicznych (np. Say).